

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号: 9915075

UDC\_\_\_\_\_

## 学 位 论 文

# 中国私募证券投资基金的现状 与发展研究

A Study on The Current Status and Prospects  
of China-Private-Fund on Securities

叶 翔

指导教师姓名: 吴 世 农 教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 工商管理(MBA)

论文提交时间: 2002 年 3 月

论文答辩时间: 2002 年 3 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2002 年 月

答辩委员会主席\_\_\_\_\_

评 阅 人\_\_\_\_\_

2002 年 3 月

厦门大学博硕士论文摘要库

## 内容摘要

近 50 年来, 私募证券投资基金(美国称为对冲基金)已经成为一种风靡西方的新型投资工具, 它对于机构客户、富有个人投资者的理财方式、理财观念乃至全球金融系统都带来了深刻的变化, 在现代资本市场中扮演了重要的角色。随着中国资本市场尤其是证券市场的发展, 一批私募基金形式的资金在证券市场中也逐渐发展壮大, 成为证券市场中一股不可低估的力量, 但由于没有法律制度上的明确保障与监管, 处于灰色状态的私募基金在给证券市场带来新鲜血液的同时, 也造成了不小的动荡。本文抓住了当今中国证券市场上的热点问题, 结合市场稳定与发展的实际, 围绕“中国私募证券投资基金的现状与发展”这一主题, 进行了较为深入、系统和切合实际的讨论。

论文全文共分四章: 第一章阐述私募投资基金的概念、种类起源与现状, 详细介绍了私募证券投资基金的特征以及私募投资基金与公募投资基金的差别。第二章通过对中国私募证券投资基金运作方式的分析, 从正反两方面阐述了私募投资基金对中国证券市场的影响, 表明私募投资基金的出现是市场发展的客观要求, 合法化是大势所趋, 在合法化的基础上探讨私募投资基金的业务开展形式。第三章通过对 LTCM 失败案例以及美国监管制度的研究分析, 为将来中国的私募投资基金稳健运行, 进行法律监管制度方面的探讨。第四章根据中国私募投资基金的实际运作特点提供一套切实可行的资金管理办法以及发展私募证券投资基金的政策建议。

关键词: 私募基金; 规范化; 证券投资

## Abstract

In the past 50 years, the private securities investment fund, that is called the hedge fund in the US, has been a new investment tool with great popularity. It has brought profound changes to the way and idea of conducting financial investment activities, and even the global financial system. It also has been playing an important role in the modern capital market. With the development of the capital market in China, especially the stock market, a number of private funds have grown steadily and have become an important force in the stock market. However, the private fund, with the lack of protection and supervision by the law, has brought not only something new but also some unrest into the stock market. This paper grasps the hot spot of today's stock market in China, combines market stability with its development, and focuses on the theme *A Study on The Current Status and Prospects of China Private Fund on Securities*, with thorough, systematic and practical discussions.

The paper consists of four chapters: the first chapter illustrates the concept, kind, origin, present situation, and characteristics of the private investment fund, and depicts in detail the differences between private and public investment funds; the second chapter, through the analysis of the operating ways of the private securities investment fund in China, expounds the positive and negative impact of the private investment fund upon the stock market in China, shows that the emergence of the private fund is the demand of the market development and that legalization is the development trend, and discusses the business operating ways of the private investment fund on the basis of legalization; the third chapter, through the analytical study of the case LTCM and of American supervision system, makes discussions on the legal supervision system for the future steady development of the private investment fund in China; the last chapter presents a series of practical ways of capital management, and policy suggestions for the development of the private securities investment fund.

**Key words:** private fund; standardization; securities investment

# 目 录

前言 .....	1
第一章 私募证券投资基金的概况 .....	3
第一节 私募投资基金的概念与种类 .....	3
一、私募投资基金的概念 .....	3
二、私募投资基金的种类 .....	4
三、国外私募证券投资基金的募集与设立 .....	6
第二节 私募证券投资基金的特征 .....	7
一、国外私募证券投资基金的特征 .....	7
二、私募证券投资基金与公募证券投资基金的差异 .....	9
第三节 私募证券投资基金的起源与现状 .....	10
一、国外私募基金的起源与现状 .....	10
二、中国私募证券投资基金的起源与现状 .....	12
三、中国私募证券投资基金现有的组织形式 .....	13
第二章 私募证券投资基金合法化的探析 .....	16
第一节 中国私募证券投资基金存在的利弊分析 .....	16
一、私募证券投资基金的运作方式 .....	16
二、私募证券投资基金的正面影响分析 .....	17
三、私募证券投资基金的负面影响分析 .....	20
第二节 中国私募证券投资基金合法化问题初探 .....	24
一、国外私募基金的法律规范 .....	24

二、中国私募证券投资基金的发展是自发市场创新·····	27
三、中国私募证券投资基金合法化的原因·····	29
四、中国私募证券投资基金合法化的必然性·····	31
第三节 中国私募证券投资基金业务开展的构想·····	33
一、私募证券投资基金目标客户的选择·····	33
二、私募证券投资基金开放程度的选择·····	33
三、私募证券投资基金组织形式的安排·····	34
第三章 私募证券投资基金法律监管制度的思考·····	36
第一节 美国对私募证券投资基金监管的态度及相关制度探索·····	36
一、LTCM 濒临危机的分析与影响·····	36
二、美国监管当局的态度及相关制度探索·····	37
第二节 私募证券投资基金的监管体系初探·····	38
一、有效监管的先决条件·····	38
二、监管原则·····	39
三、监管手段·····	40
四、直接监管—投资主体监管·····	41
五、间接监管·····	42
第四章 中国私募证券投资基金管理的改进与政策建议·····	47
第一节 私募证券投资基金的流动性管理方法·····	47
六、流动性管理的目标·····	47
七、制订流动性管理计划·····	47
八、流动性风险管理的基本方法·····	49
九、衍生工具的运用·····	49
第二节 私募证券投资基金流动性管理的博弈行为研究·····	51

、 博弈假设 .....	51
十一、 最优激励合同 .....	51
第三节 发展私募证券投资基金的政策建议 .....	52
一、 赋予私募证券投资基金合法地位 .....	52
二、 建立适合国情的监管体制 .....	53
三、 健全国内信用体制 .....	54
参考文献 .....	55
后记 .....	57

厦门大学博硕士论文摘要库



## 前言

2000 年 11 月在深圳召开的“2000 年中国投资基金立法国际研讨会”讨论的《投资基金法（草案第四稿）》中，有专门一章用于规范“向特定对象募集的基金”。以上消息经有关证券报章一披露，即在市场上引起密切关注，认为这一规定意味着我国的私募投资基金将有可能出现，市场敏锐地觉察到这项制度的执行将改变目前的投资者结构，对我国的资产管理业、资本市场乃至金融市场将产生极大的影响。

到目前为止，我国合法的投资基金还只是以公募的形式存在，私募投资基金对我国基金市场以及投资者来说，还是属于灰色的范畴。但在证券市场中，又实实在在存在着以各种名义进行操作的私募投资基金，由于这些基金没有合法的地位，即没有法律制度进行有效规范，同时也不能在需要的时候得到法律的保障，从而产生种种的消极影响，尤其在我国金融市场仍不健全的情况下，很容易造成金融不稳定甚至动荡，妨碍我国经济的发展和社会的稳定。

在我国现阶段，发展私募的投资基金是可行的。一方面是因为目前的银行储蓄率较低，广大居民有很强的投资欲望；另一方面是我国证券市场已具有相当规模，为私募证券投资基金提供了比较充分的风险控制工具，创造了比较良好的市场环境。因此，借鉴国外经验，发展规范的私募证券投资基金，既可以满足各类投资者投资的需求，同时也能促进我国证券市场的健康发展。

鉴于此，本文在借鉴国外尤其是美国发展私募证券投资基金的有效手段与成功经验的基础上，通过对目前各种表现形式私募投资基金的利与弊

及其对资本市场的影响进行深入分析研究,为我国私募证券投资基金的运作与发展提出自己的看法。

## 第一章 私募证券投资基金的概况

### 第一节 私募投资基金的概念与种类

#### 一、私募投资基金的概念

证券投资基金经过 100 多年的发展,已经成为国际资本市场和货币市场最重要的投资筹资工具之一。1996 年,美国共同基金的资产更是超过了传统的金融产业商业银行业的资产,成为第一大金融产业。最新资料显示,美国共同基金资产已经突破了 5 万亿美元大关,全球则超过 7 万亿美元。据有资料可查的 22 个国家或地区的基金资产增长情况统计,从 1991 年至 1998 年全球投资基金平均年增长率超过 10%<sup>①</sup>。由于受金融市场大环境的制约,我国投资基金从 20 世纪 90 年代初才陆续出现,截至 2001 年底,我国目前政府认可的投资基金总市值还不到 1000 亿元人民币,与基金业发达的国家相距甚远。

在国际资本市场上,根据资金募集方式的不同,投资基金可以分为“公募投资基金”和“私募投资基金”,公募投资基金是指公开募集的投资基金,公募投资基金在世界各证券市场上有着不同的称谓,美国称之为共同基金、互助基金或互惠基金,英国称之为单位信托基金等;私募投资基金是相对于公募投资基金而言,在证券方面的法律条款中目前还没有明确定义,根据夏斌“中国私募基金报告”以及《中华人民共和国投资基金法(草案第五稿)》中所提供信息,我们可以做出如下认定,所谓私募投资基金,是指通过非公开方式,面向少数个人或机构投资者募集资金而设立的投资基金,由于私募投资基金的销售与赎回都是通过基金管理人与投资者私下协商来进行的。在《中华人民共和国投资基金法(草案第五稿)》被称为

---

<sup>①</sup> 李惠:《走近私募基金》,经济科学出版社,2001 年 7 月,P4。

向特定对象募集的基金。在美国，对冲基金（Hedge Fund）就是典型的私募投资基金。关于对冲基金，美联储主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）在向美国国会就长期资产管理公司（LTCM）问题作证时给出了一个间接定义，可相应的对中国目前的比较简练的定义进行补充：长期资产管理公司是一家对冲基金，或者说是一家通过将客户限定于少数十分老练而富裕个体的组织安排以避免管制，并通过各种金融工具的投资和交易追求高回报率共同基金<sup>①</sup>。

20世纪90年代以来，私募投资基金在国际金融市场上发展十分迅速，并已占据十分重要的位置，培育出了巴菲特、索罗斯这样在国际金融市场上呼风唤雨的投资大师，然而，目前国内证券市场上得到国家有关部门承认的有案可查的证券投资基金都是公募的，还没有公开合法的私募证券投资基金，国内现有私募基金性质的资金只能默默无闻的生存，在法律上还没有拥有合法的地位。

## 二、私募投资基金的种类

在目前国际金融领域倾向于按投资对象不同对私募投资基金进行分类。依投资对象为标准，私募投资基金可分为私募产业（创业）投资基金、私募证券投资基金、私募期货投资基金和私募认股权证基金。私募产业（创业）投资基金主要投资于高科技、环境保护、农田水利等产业领域；私募证券投资基金主要投资于股票、公司债券以及国家依法认定的其他证券；私募期货投资基金主要投资于各类期货品种；私募认股权证基金主要投资于认股权证。

<sup>①</sup> 格林斯潘的原话是：“LTCM is a hedge fund, or a mutual fund that is structured to avoid regulations by limiting its number of highly sophisticated, very wealthy individuals and that seeks high rates of return by investing and trading in a variety of financial instrument.” Federal Reserve Bulletin Vol.84 Dec. 1998, P1046-1050.

证券是私募投资基金最广泛采用的一种投资工具,按具体投资对象来分,一般有股票投资、债券投资、货币市场工具投资等,与此相对应的,有股票投资基金,债券投资基金等;股票投资中又有价值型投资、成长型投资、平衡型投资、博弈与操纵型投资,与此相对应有价值型投资基金、成长型投资基金等<sup>①</sup>。证券投资具有流动性好、投资管理过程简单、收益率比较高等优点。但伴随着证券市场的发展,中国证券投资的暴利时代正逐渐远去,投资收益的平均化已经不可阻挡,在这样的背景下,证券投资基金越来越专业化正成为一种趋势。在投资策略方面,努力构筑并充分发挥自己的独特优势,已经成为私募证券投资基金要解决的一个重要问题。

海外规模较大的私募投资基金主要包括两类,一类是以投资证券及其他金融衍生产品为主的私募证券投资基金,对冲基金是其中的代表。这类基金基本上是由管理人设计一种投资组合发起设立的开放式基金,可以随时根据投资人的要求,结合市场的发展形势,适时调整投资组合和转换投资理念,投资者可以按照基金净值进行赎回,投资者的规模一般不超过1000人,一般要求投资下限在500万美元以上,投资人投资于基金的资金一般托管在银行、柜台等托管中心;第二类是是风险投资或创业投资基金,主要以投资产业为主的基金,目前业内最流行的是采取有限合伙制的组织形式,管理人象征性的出资占基金总额的1%,其他99%由募集而来,但投资收益中管理人可以获得远远超过其投资比例的份额。这类基金一般有超过6年的封闭期,期满时清算,投资者根据获利情况交纳个人所得税。风险投资基金中唱主角的通常是小型的私募投资基金,规模在几十万至几百万不等。

国外的私募证券投资基金可以根据投资人的需要进行投资规划,资本金较为集中,大量采用财务杠杆和对冲的形式,根据近几年来市场表现来

<sup>①</sup>李惠:《走近私募基金》,经济科学出版社,2001年7月。

看，通常能够获得比公募投资基金更高的收益。私募证券投资基金以其灵活的投资与退出方式、较高的投资收益以及隐秘而富有成效的运作征服了许多投资者。美国的对冲基金 2000 年就以平均 4% 的收益率跑赢大市<sup>①</sup>。私募风险投资基金，由于其投向一般为具有高成长性或高科技产业，在面临巨大的风险的同时，其高收益的期望值也较高。

### 三、国外私募证券投资基金的募集与设立

美国《1933 年证券法》第四章（Section）豁免交易规定与公开要约无关的发起人的交易不适用第五章的规定；美国《1934 年证券交易法》第 12 条规定豁免证券包括根据《1940 年投资公司法》第三章第三条规定的投资公司所发行的证券或者未包含在该定义之内的联营收入基金、集体信托基金或者相似基金之中的任何股权或分成；《1940 年投资公司法》第三章第三条规定任何发行在外的证券被不超过 100 人受益性拥有，并且现在和现在不打算公开销售其证券的发行人，在本篇的范围内不是投资公司。

对冲基金为了获得豁免规避监管，就通过私募方式（Private placement）买卖基金单位，私募方式要求它在吸引顾客时不得利用任何传媒做广告，因此过去投资者主要通过四种方式参与：依据在上流社会获得的所谓“投资可靠消息”；直接认识某个对冲基金的管理者；通过别的基金转入；由投资银行、证券中介公司或投资咨询公司的特别介绍。这种私募的不利因素在现代科技的手段下已经被减弱，对冲基金纷纷在互联网上设立网站，介绍自己的投资战略并提供联系方式，这样，全世界的投资者都可以知悉并参与；即使以前有 100 人的限制，但是基金管理人可以组织几个基金，因为基金管理公司管理基金的数目没有受到限制，更何况

<sup>①</sup>李惠：《走近私募基金》，经济科学出版社，2001 年 7 月，P11。

《1996 年证券市场促进法》取消了对合格投资者的人数限制<sup>①</sup>。有的对冲基金更是以注册了好的域名吸引大量投资者和经理人作为该基金的优势之一而广为宣传<sup>②</sup>。

对冲基金的设立有一些基本当事人。首先是发起人，基金的发起人是以基金的设立为目的，实施一定设立行为的人。基金发起人有一定的资格条件限制，如在英国发起人必须是英国基金行业协会的会员。发起人在设立过程中必须签定发起人协议书以明确各自享有的权利和义务，还要负责起草申请设立报告，信托契约等文件。基金的发起人要为基金的设立承担一定的法律责任，如基金设立不成功时，发起人要承担由此引起的一切费用。在基金成立后，发起人成为基金的管理人。其次是投资人。根据 1996 年前的美国证券法的规定，对冲基金的投资者必须符合下列条件：个人投资者，最近两年内个人年收入至少在 20 万美元以上；如以家庭名义参加，夫妻俩最近的年收入至少在 30 万美元；机构参加者，净资产至少在 100 万美元以上，对冲基金的合伙人不得超过 100 人，1996 年又规定，参与者的条件是个个人必须是拥有价值 500 万美元以上的投资证券，参与者无人数限制。投资人和管理人的关系是依据信托契约。信托契约是基金经理人和投资者之间签定的为创设基金而明确双方权利和义务关系的书面文件。一般而言，基金管理人对其管理的资产享有经营权，投资人对其投资利润享有收益权和基金净值的赎回权。

## 第二节 私募证券投资基金的特征

### 一、国外私募证券投资基金的特征

<sup>①</sup> National Securities Markets Improvement Act of 1996.

<sup>②</sup> 陈肇强：“论对冲基金的法律监管”，复旦大学硕士论文，2000 年 5 月。

在国外，私募基金源于最早的私人银行业务，以后其服务对象日益扩大、功能日益完善，到 1998 年，全球私募基金总量超过了 10 万亿美元，已发展成为重要的金融服务内容之一。目前，国际上开展私募基金的机构很多，包括私人银行、投资银行、资产管理公司和投资顾问公司等，特别是随着国际上金融混业的发展，几乎所有的国际知名的金融控股公司都从事私募基金管理业务，它已经发展成为国际上金融服务业中的核心业务之一。私募基金在投资策略和运作方式方面有以下显著特点：

1、严格限制投资者的范围。私募基金的投资者主要是一些大的机构投资者和一些富人。例如，美国法律规定：投资于私募基金的投资者必须是“有资格的投资者”，个人投资者必须拥有 500 万美元以上的证券资产，并且最近两年的年收入均高于 20 万美元，或包括配偶的收入高于 30 万美元，如以法人机构的名义进行投资，则净资产至少在 100 万美元以上。

2、私募基金一般是合伙基金，不上市流通。投资者只能通过私下协商的方式以资金票面净值进行购买和赎回。

3、私募基金一般都是黑箱操作，投资策略高度保密。私募基金在监管机构登记、报告、披露信息等方面与公募基金相比较为宽松，私募基金的经理人在与投资者签定的协议中一般要求有极大的操作自由度，对投资组合和运作方式也不透露，外界很难获得私募基金的系统性信息。

4、私募基金一般都运用财务杠杆操作。一般情况下，基金运作的财务杠杆倍数为 2~5 倍，最高可达 20 倍以上，一旦出现紧急情况，杠杆倍数会更高。私募基金大规模运用财务杠杆的目的是扩大资金规模，突破基金自有资金不足的限制，以获得高额利润。

5、私募基金的组织结构一般比较简单。私募基金属于合伙制企业，不设董事会，由一般合伙人负责基金的日常管理和投资决策。在美国，约



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库